

Finanzmärkte in Deutschland

Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind um die Jahreswende gestiegen. Die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen erhöhte sich von Mitte November bis Mitte Februar um knapp einen halben Prozentpunkt auf fast 5 %. Die Zinsen von Bundeswertpapieren mit kürzerer Restlaufzeit – die stärker von den Erwartungen am Geldmarkt bestimmt werden – nahmen im gleichen Zeitraum ebenfalls um fast einen halben Prozentpunkt zu. Damit hat sich der am Markt beobachtbare Zinsvorsprung zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber einjährigen Papieren von gut 1¼ Prozentpunkten praktisch nicht verändert. Der Zinsabschlag zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber dem EWU-Durchschnitt verringerte sich aber um sechs auf 19 Basispunkte. Angesichts der verhältnismäßig angespannten Lage der öffentlichen Haushalte in Deutschland ging auch der Spread zehnjähriger Schuldverschreibungen inländischer Banken gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen um zehn Basispunkte auf einen viertel Prozentpunkt zurück.

*Zinsanstieg am
Kapitalmarkt*

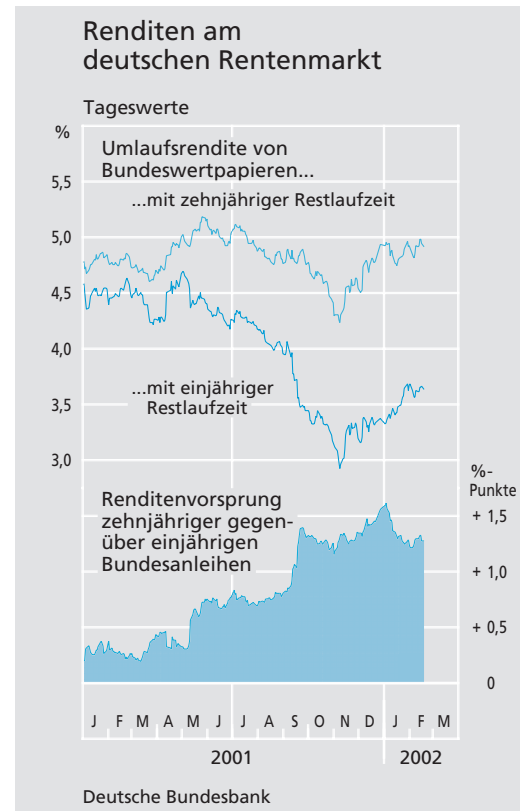
Die Zinsstrukturkurve hat sich in den letzten Monaten über das gesamte Laufzeitspektrum nach oben verschoben. Bei unverändert niedrigen Inflationserwartungen – wie Expertenbefragungen aufzeigen – deuten die gestiegenen Renditen sowohl kurz- als auch langlaufender Bundestitel auf eine wieder etwas günstigere Einschätzung der wirtschaftlichen Perspektiven durch die Marktteilnehmer hin. Dies spiegelt sich auch in dem nunmehr wieder deutlicheren Zinsabstand zwischen kurzlaufenden Anleihen und Geldmarktpapieren

*Zinsstruktur
weitgehend
unverändert*

wider. Der Anstieg der Nominalrenditen übertrug sich entsprechend auf die erwarteten Realzinsen für zehn Jahre Laufzeit, die im Januar mit 3 ¼ % um mehr als einen halben Prozentpunkt höher waren als noch im November.

Leicht rückläufige kurzfristige Bankzinsen bei ansteigenden Langfristzinsen

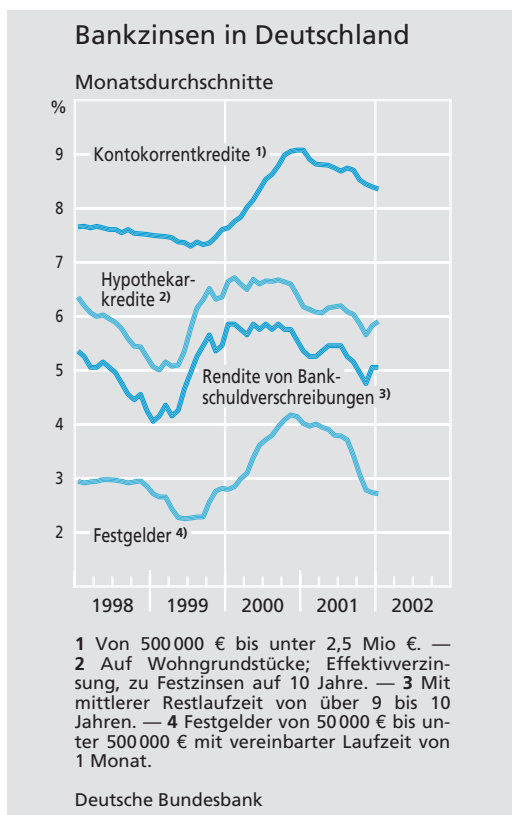
Kurz- und langfristige Bankzinsen entwickelten sich von November bis Januar leicht entgegengesetzt. Im Einklang mit den Kapitalmarktzinsen haben die Banken ihre Langfristzinsen nach oben angepasst. Hypothekarkredite mit zehnjähriger Zinsbindung, die im November einen Tiefpunkt erreicht hatten, verteuerten sich seither um etwa einen viertel Prozentpunkt auf 6,0 %. Die effektiven Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen sind auf 6,5 % (Kreditvolumen 100 000 € bis unter 500 000 €) beziehungsweise 6,2 % (Kreditvolumen 500 000 € bis unter 5 Mio €) angehoben worden. Nachdem die Rücknahme der Notenbankzinsen Anfang November im kurzfristigen Kreditgeschäft zunächst nur begrenzt an die Kunden weitergegeben worden war, setzten die Banken bis Januar die Sätze noch ein wenig herab. So verlangten sie für Kontokorrentkredite (Kreditvolumen 500 000 € bis unter 2 ½ Mio €) mit 8,4 % zehn Basispunkte weniger. Geringfügig verbilligt haben sich auch die Dispositionskredite an Privatkunden, die zuletzt im Durchschnitt 12,5 % kosteten. Festgelder mit einmonatiger und dreimonatiger Laufzeit (Anlagebetrag 50 000 € bis unter 500 000 €) wurden im Januar mit 2,7 % ebenfalls leicht geringer verzinst. Dasselbe gilt für Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist.



Aktienkurse

Der Kursaufschwung am deutschen Aktienmarkt, der auf den scharfen Einbruch nach den Anschlägen vom 11. September folgte, setzte sich in den Wintermonaten nicht weiter fort. Die Marktteilnehmer gingen zwar offenbar von einer baldigen Besserung der Wirtschaftslage aus. Zugleich lasteten jedoch die teils deutlich zurückgenommenen Gewinnschätzungen der Analysten sowie die Sorge um Unternehmensinsolvenzen auf den Börsennotierungen. Bei rückläufigen Handelsumsätzen veränderte sich vor diesem Hintergrund das allgemeine Kursniveau nur wenig. Gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex lagen die Notierungen bei Abschluss dieses Berichts praktisch auf dem Stand von Mitte November 2001. Gegenüber ihrem his-

Seitwärtsbewegung am Aktienmarkt



torischen Höchststand vom März 2000 wiesen deutsche Aktien damit weiterhin einen Verlust von rund 40 % auf, verglichen mit einer Einbuße von über einem Drittel des Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex. Seit Anfang 2002 konnten deutsche Dividendenwerte gegenüber dem europäischen Durchschnitt allerdings wieder leicht Terrain gutmachen. Mit den geringen Kursschwankungen im Berichtszeitraum verringerte sich auch die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Entwicklung deutscher Standardwerte. Die implizite Volatilität auf den DAX-Terminkontrakt (VDAX), die noch im September Spitzenwerte erreicht hatte, schwächte sich über die Jahreswende weiter ab.

Am Neuen Markt fielen die Notierungen, die sich bis Mitte November besonders kräftig er-

holt hatten, wieder zurück. In den letzten drei Monaten sank der NEMAX-Gesamtmarkt-Kursindex um mehr als 15 %. Besser hielten sich so genannte Nebenwerte. Die Kurse der im MDAX enthaltenen Unternehmen waren bereits während der Baisse resistenter und zeigten auch von Mitte November bis Mitte Februar mit einem leichten Plus von 3 % eine bessere Entwicklung als der Gesamtmarkt. Nicht zuletzt das allgemein günstigere Bewertungsniveau solcher Aktientitel dürfte eine Unterstützung gegeben haben.

Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt war im letzten Quartal 2001 erneut recht niedrig. Der zu Kurswerten berechnete Brutto-Absatz von Schuldverschreibungen inländischer Emittenten übertraf zwar mit 213 Mrd € den Wert des Vorquartals (202 Mrd €). Auf Grund insgesamt deutlich höherer Tilgungen und Aufstockungen der Eigenbestände betrug der Netto-Absatz inländischer festverzinslicher Wertpapiere aber lediglich 20 Mrd €, verglichen mit 36 ½ Mrd € im dritten Quartal. Im gesamten Jahr 2001 nahmen inländische Schuldner mit 86 ½ Mrd € weniger Mittel über die Begebung von Schuldverschreibungen auf als in jedem der vorangegangenen zehn Jahre. Von Oktober bis Dezember 2001 haben sie ausschließlich längerfristige Papiere mit Laufzeiten von über einem Jahr abgesetzt. Der Umlauf von inländischen Geldmarktpapieren sank hingegen um fast 5 Mrd €, nachdem er im Vorquartal noch um 4 Mrd € gestiegen war. Auslän-

*Niedriger
Absatz der
Inländer,
hohes Mittel-
aufkommen
der Ausländer*

*Nebenwerte
favorisiert*

dische Emittenten weiteten ihre Mittelaufnahme gegenüber der Vorperiode erheblich aus, und zwar von netto 7 ½ Mrd € auf 24 Mrd €. Auch sie verkauften ausschließlich längerfristige Schuldverschreibungen, die zu gut der Hälfte in Euro denominated waren. Insgesamt belief sich der Netto-Absatz von Schuldverschreibungen am deutschen Rentenmarkt im letzten Quartal 2001 auf 44 Mrd €.

Geringe Mittelbeschaffung des privaten Sektors

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz inländischer Anleihen kam weitgehend der öffentlichen Hand zugute. Sie erlöste aus dem Verkauf eigener Titel per saldo 16 Mrd €, und damit etwa so viel wie im Vorquartal (15 ½ Mrd €). Auf den Bund entfielen davon 8 ½ Mrd €; die Länder erhöhten ihre Verbindlichkeiten aus festverzinslichen Wertpapieren um knapp 8 Mrd €. Die deutschen Kreditinstitute emittierten dagegen von Oktober bis Dezember 2001 eigene Anleihen für lediglich rund 5 Mrd € (netto), verglichen mit 12 ½ Mrd € von Juli bis September. Ein positives Absatzergebnis erzielten im vierten Quartal ausschließlich die Spezialkreditinstitute, die Schuldverschreibungen für netto 15 Mrd € (Vorperiode: 6 Mrd €) begaben. Der Umlauf Öffentlicher Pfandbriefe sank indes um mehr als 6 Mrd €; Sonstige Bankschuldverschreibungen und Hypothekenpfandbriefe wurden per saldo für 3 ½ Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € getilgt. Verbindlichkeiten aus kurzlaufenden Geldmarktpapieren bauten die Banken im Berichtszeitraum weiter ab (-7 ½ Mrd €). Der Umlauf von Industrieobligationen, welche im Vorquartal noch einen Rekordbetrag von netto 8 ½ Mrd € einbrachten, sank um 1 Mrd €.

Am deutschen Aktienmarkt belebte sich die Emissionstätigkeit in den letzten drei Monaten des Jahres 2001 nur geringfügig. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von 6 Mrd €, verglichen mit 4 ½ Mrd € im dritten Quartal. Dabei handelte es sich ausschließlich um Kapitalerhöhungen vorwiegend nicht börsennotierter Aktiengesellschaften. Den erstmaligen Gang an die Börse hat indes schon seit letztem Sommer kein Unternehmen mehr angetreten. Die nach wie vor knappe Aufnahme von Eigenkapital am Aktienmarkt äußert sich auch in dem Gesamtergebnis des vergangenen Jahres von 17 ½ Mrd €, dem geringsten Wert seit 1997.

Geringe Kapitalaufnahmen am Aktienmarkt

Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Die heimischen Nichtbanken legten auch in den Herbstmonaten mit 36 Mrd € kräftig in Rentenwerten an (37 Mrd € im Vorquartal). Dabei bevorzugten sie diesmal insbesondere ausländische Anleihen (21 Mrd €). Inländische Schuldverschreibungen erwarben sie im Ergebnis für 15 ½ Mrd €, nachdem sie im Quartal zuvor ihre Bestände solcher Papiere um 33 Mrd € erhöht hatten. Ihr Interesse konzentrierte sich dabei ausschließlich auf Schuldtitel der öffentlichen Hand (16 ½ Mrd €). Auch die ausländischen Investoren standen im vierten Quartal erneut auf der Erwerberseite des Rentenmarkts. Sie stockten ihre Bestände an inländischen Schuldverschreibungen um weitere 10 Mrd € auf (Vorquartal: 15 Mrd €). Im Ergebnis haben Ausländer ausschließlich Bankschuldverschreibungen erworben. Dabei spielte eine Großtransaktion zwischen einer

Erwerb von Schuldverschreibungen

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2001		2000
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Rentenwerte 1)			
Inländer	29,0	34,4	26,0
Kreditinstitute 2)	- 8,2	- 1,9	- 11,8
darunter:			
ausländische Rentenwerte 3)	2,9	3,2	2,0
Nichtbanken 4)	37,2	36,2	14,2
darunter:			
inländische Rentenwerte	32,8	15,5	12,1
Ausländer 3)	14,7	9,7	7,9
Aktien			
Inländer	- 9,8	4,9	136,8
Kreditinstitute 2)	- 16,3	- 2,2	8,2
darunter:			
inländische Aktien	- 14,3	2,2	5,2
Nichtbanken 4)	6,5	7,0	128,6
darunter:			
inländische Aktien	8,7	5,0	135,8
Ausländer 3)	10,1	- 1,2	- 136,8
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	5,9	20,3	17,9
Anlage in Publikumsfonds	4,5	13,4	7,7
darunter: Aktienfonds	- 2,1	2,4	7,6

1 Seit Anfang 2000 mit Schuldverschreibungen von Nichtbanken bis einschl. einem Jahr Ursprungslaufzeit sowie Commercial Paper. — 2 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 3 Transaktionswerte. — 4 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

deutschen Bank und einer ihrer Auslandsniederlassungen eine bedeutende Rolle (vgl. S. 46). Die deutschen Kreditinstitute führten ihre Anleihebestände um weitere 2 Mrd € zurück (Vorquartal: - 8 Mrd €). Sie erwarben zwar für netto 3 Mrd € ausländische Rentenwerte, reduzierten aber ihre inländischen Schuldverschreibungen um 5 Mrd €. Dies beruhte auf Verkäufen von Bankschuldverschreibungen (6 Mrd €) und Industrieobligationen (1/2 Mrd €), während sie öffentliche Anleihen für 1 1/2 Mrd € erwarben.

Aktienwerb

Aktien wurden im vierten Quartal ausschließlich von den heimischen Nichtbanken gekauft, die für netto 7 Mrd € entsprechende Titel in ihre Portefeuilles nahmen. Sie interessierten sich sowohl für inländische als auch für ausländische Dividendenwerte (5 Mrd €

bzw. 2 Mrd €). Ausländische Anleger gaben per saldo deutsche Aktien in Höhe von 1 Mrd € ab, während sie in den Sommermonaten ihre Bestände noch um 10 Mrd € aufstockten. Die inländischen Banken standen erneut auf der Verkäuferseite mit Abgaben von insgesamt 2 Mrd €, verglichen mit 16 1/2 Mrd € im Quartal zuvor. Die Verkäufe betrafen ausschließlich ausländische Dividentitel (- 4 1/2 Mrd €).

Inländische Investmentgesellschaften konnten im letzten Quartal 2001 den Absatz von Fondszertifikaten kräftig steigern. Sie nahmen per saldo Anlagegelder in Höhe von 33 1/2 Mrd € herein. Damit wurde das Ergebnis des Vorquartals (10 1/2 Mrd €) und der entsprechenden Vorjahrsperiode (25 1/2 Mrd €) deutlich übertroffen. Der Netto-Absatz ausländischer Investmentzertifikate blieb hingegen mit 4 Mrd € gegenüber diesen Vergleichszeiträumen jeweils unverändert. Inländische Spezialfonds verzeichneten - wie gegen Jahresende üblich - ein besonders hohes Mittelaufkommen von 20 1/2 Mrd €. Annähernd die Hälfte davon entfiel auf gemischte Fonds (9 1/2 Mrd €) und fast ebenso viel auf Rentenfonds (8 Mrd €). Aktienfonds und Offene Immobilienfonds wurden mit 1 1/2 Mrd € und 1 Mrd € dotiert. Die inländischen Publikumsfonds setzten im vierten Quartal für netto 13 1/2 Mrd € gleichfalls deutlich mehr Anteilscheine ab. Im Allgemeinen neigten die Investmentsparer weiterhin zur Vorsicht und bevorzugten weniger riskante Anlageklassen. Davon profitierten in erster Linie die Geldmarktfonds und die Offenen Immobilienfonds, denen 4 1/2 Mrd € beziehungsweise 3 1/2 Mrd € zuflossen. Die Aktienfonds muss-

Deutlich höhere Mittelanlage in Investmentfonds

ten allerdings keine Anteilscheine mehr zurücknehmen, sondern konnten per saldo für 2 ½ Mrd € Zertifikate verkaufen.

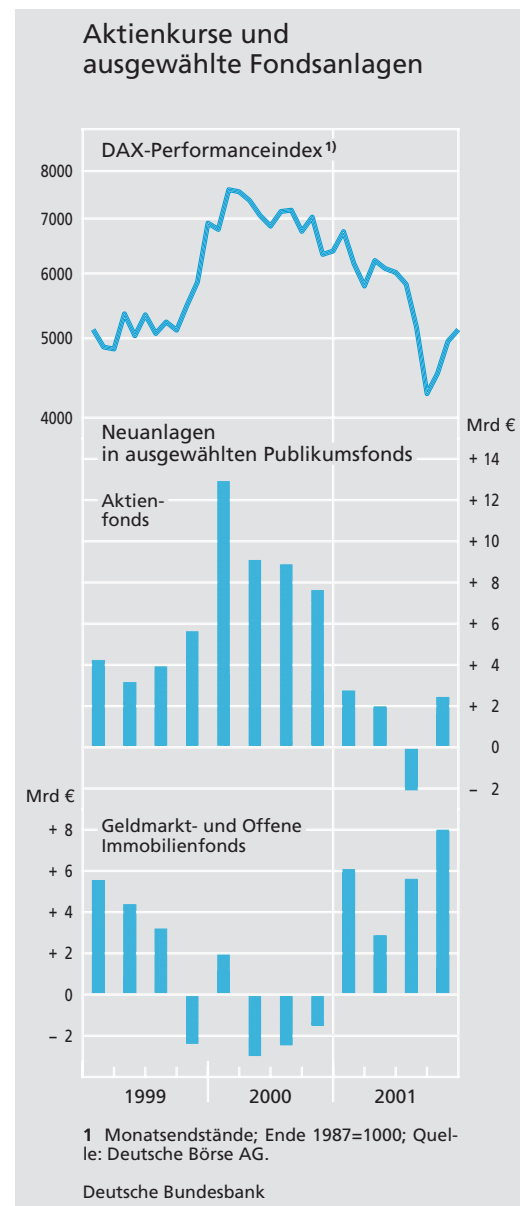
Einlagen- und Kreditgeschäft der Monetären Finanzinstitute (MFIs) mit inländischen Kunden

*Anhaltender
Anstieg der
täglich fälligen
Einlagen*

Im Einlagengeschäft deutscher MFIs mit inländischen Kunden wurden die täglich fälligen Einlagen im vierten Quartal 2001 erneut kräftig aufgestockt. Dazu haben weiterhin die niedrigen Zinsen sowie die immer noch recht hohe Unsicherheit der Anleger an den Finanzmärkten beigetragen. Hinzu kamen Umschichtungen aus dem Bargeldumlauf im Vorfeld der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen. Dementsprechend haben vor allem wirtschaftlich unselbständige Privatpersonen täglich fällige Einlagen bei inländischen MFIs gebildet. Anders als im Dezember üblich bauten sie diese zum Jahresende hin nicht ab, sondern stockten sie vermutlich gerade mittels Bareinzahlungen spürbar auf. Insgesamt sind die täglich fälligen Einlagen aller inländischen Nichtbanken bei deutschen MFIs im vergangenen Jahr um 18,2 % gewachsen.

*Spürbarer
Abbau der
kurzfristigen
Termin-
einlagen...*

Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren wurden im letzten Vierteljahr 2001 nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen merklich abgebaut, nachdem sie im vorangegangenen Jahresverlauf zum Teil noch deutlich gestiegen waren. Vor allem die privaten Haushalte haben entgegen dem sonst üblichen Verhalten im Dezember keine kurzfristigen Termineinlagen gebildet. Stattdessen haben sie in größerem Umfang



inländische Geldmarktfondszertifikate erworben und ihre Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten aufgestockt. Das wieder erwachte Interesse inländischer Anleger an kurzfristigen Spareinlagen dürfte darauf zurückzuführen sein, dass im Zuge des Zinssenkungsprozesses der letzten Monate ihre Zinsattraktivität nicht nur im Vergleich zu den kurzlaufenden Termineinlagen, sondern auch gegenüber anderen Einlagegar-

*... bei stark
steigenden
kurzfristigen
Spareinlagen*

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Deutschland *)

Mrd €

Position	2001	2000
	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit	+ 45,6	+ 29,4
bis zu 2 Jahren	+ 1,6	+ 18,1
über 2 Jahre	+ 1,0	+ 2,4
mit vereinbarter Kündigungsfrist 2)		
bis zu 3 Monaten	+ 21,8	- 1,3
über 3 Monate	- 2,7	+ 4,9
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 16,8	+ 19,4
Wertpapierkredite	+ 8,5	+ 6,7
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	+ 1,4	+ 5,5
Wertpapierkredite	+ 1,8	+ 3,9

* Zu den monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s.a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte (ohne Bund). — 2 Spareinlagen.

Deutsche Bundesbank

ten zugenommen hat. Bargeld dürfte wegen der Euro-Bargeldeinführung ebenfalls teilweise auf Sparkonten umgeschichtet worden sein.

Längerfristige Termineinlagen kaum gefragt...

Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren wurden im vierten Quartal 2001 nur schwach dotiert (1,0 Mrd €, gegenüber 2,4 Mrd € im Vorjahr). Dabei hielten sich nicht nur die wirtschaftlich unselbständigen Privatpersonen erkennbar zurück. Die inländischen Versicherungsunternehmen, die traditionell die bedeutendste Anlegergruppe bei dieser Einlageart stellen, haben ihre Bestände an längerfristigen Termineinlagen bei deutschen MFIs entgegen dem jahreszeitlich üblichen Verhalten sogar deutlich abgebaut. Auch die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei

Monaten wurden im vierten Quartal verringert (- 2,7 Mrd €); vor Jahresfrist waren sie noch um 4,9 Mrd € aufgestockt worden. Der Umschwung dürfte damit zusammenhängen, dass sich der Ende 2000 noch recht beachtliche Zinsvorteil der längerfristigen gegenüber höherverzinslichen kurzfristigen Spareinlagen im Jahresverlauf 2001 fast halbiert hat.

... und längerfristige Spareinlagen weiter abgebaut

Die Kredite der deutschen MFIs an den inländischen privaten Sektor sind im letzten Vierteljahr 2001 unter Berücksichtigung der üblichen Saisoneinflüsse nur wenig gewachsen. Per saldo wurden zudem nur Wertpapierkredite vergeben; insbesondere haben MFIs in größerem Umfang Aktien heimischer Unternehmen erworben. Die Buchkredite an den inländischen privaten Sektor stagnierten dagegen insgesamt betrachtet, da der kräftige Rückgang im Dezember den Anstieg in den beiden Vormonaten vollständig aufwog. Im Jahresverlauf 2001 nahmen die Buchkredite um 2,2 % zu.

Schwache Kreditvergabe an den privaten Sektor, ...

Die gegenwärtig geringe Dynamik der Kredite an den privaten Sektor in Deutschland spiegelt sich in der Kreditaufnahme aller wichtigen Kreditnehmergruppen wider. Im vierten Quartal wurden neben den Wohnungsbaukrediten auch die Konsumentenkredite in saisonbereinigter Betrachtung etwas abgebaut. Die Unternehmen haben ihre Kredite bei inländischen MFIs dagegen leicht ausgeweitet. Der Anstieg der Ausleihungen konzentrierte sich auf die Energie- und Wasserversorgung. Die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe wurden dagegen erneut abgebaut. Im gesamten Jahr hat dieser Wirtschaftsbereich

... auch im Unternehmenssektor

seine Buchschulden bei deutschen MFIs ebenfalls per saldo geringfügig zurückgeführt; im Jahr 2000 waren diese noch spürbar gestiegen. Auch beim Dienstleistungsgewerbe hat die zuvor recht hohe Kreditnachfrage nachgelassen.

*Kredite der
öffentlichen
Haushalte*

Die Verschuldung der inländischen öffentlichen Haushalte bei deutschen MFIs ist im vierten Quartal 2001 um 3,2 Mrd € gewachsen, verglichen mit 9,4 Mrd € vor Jahresfrist. Von dem Anstieg waren neben den Wertpapierkrediten auch die Buchkredite betroffen. Während die verbrieften Ausleihungen um 1,8 Mrd € zulegten, erhöhten sich die Buchkredite um 1,4 Mrd €. Der Bund führte seine Buchschulden bei den inländischen MFIs zum Jahresende hin allerdings zurück (um 3,1 Mrd €). Zugleich verringerte er seine Einlagen im deutschen MFI-Sektor um 7,1 Mrd €.

